По мере выхода российской экономики из острой фазы кризиса и восстановления рынков капитала увеличилось первичное предложение выпусков облигаций субъектов РФ и муниципальных образований. Мы предлагаем сравнить эффективность основных способов первичного размещения облигаций городов и регионов. Критерием эффективности размещения в данном случае является его рыночность — свободный доступ к участию в размещении для неограниченного круга инвесторов, а также доходность при размещении облигаций, максимально приближенная к рыночной оценке.

Букбилдинг дал трещину

Михаил БУШКОВ

Наименее эффективным с этой точки зрения является внебиржевое размещение облигаций, так как в этом случае инвестором или первым покупателем облигаций, как правило, выступает единственный участник рынка — организатор выпуска, а доходность при размещении является результатом торговли между эмитентом и организатором. Этот способ размещения доказал свою неэффективность, а сегмент субфедеральных бумаг эволюционировал настолько, что подобные схемы на нем просто перестали встречаться.

В последние годы в российской практике широко применяются три биржевых (через организатора торговли на рынке ценных бумаг) способа первичного размещения субфедеральных и муниципальных облигаций:

• Конкурс по купону. В заявке на участие в размещении облигаций по номинальной стоимости, которую участник торгов подает организатору с использованием системы торгов биржи, указывается желаемая ставка купонного дохода; заявки удовлетворяются после того, как эмитент устанавливает ставки купона в порядке приоритетности ставок, указанных в заявках.

• Аукцион по цене. Участники торгов подают организатору с использованием системы торгов биржи заявки на участие в размещении облигаций с заранее определенным купоном по определенной заявителем цене. Заявки удовлетворяются после установления эмитентом цены размещения в порядке приоритетности цены, указанной в запросе.

• Букбилдинг. Заявки на участие в размещении подаются организатору вне биржи, книга заявок (реестр) передается эмитенту для установления ставки купонного дохода; заявки удовлетворяются в любом порядке исходя из пожелания эмитента; после объявления аллокации участники, которым достались бумаги, должны выставить заявки на покупку облигаций у организатора размещения через систему торгов биржи.

Первые два способа размещения предполагают возможность участия неограниченного круга инвесторов с использованием преимуществ биржевых механизмов. Пожалуй, единственное ограничение заключается в том, что инвестор должен иметь лицензию на осуществление брокерской деятельности и быть участником торгов биржи либо должен действовать через брокера.

Что касается букбилдинга, то зачастую именно этот способ размещения представляет серьезные сложности для участников рынка (особенно для мелких инвесторов), так как инвестору необходимо не только подать заявку на биржу, но и направить уведомление организатору и узнать об итогах аллокации. А если речь идет про недобросовестного или непрофессионального организатора, инвестор, который хочет купить облигации, может не узнать о сроках и форме приема заявок (так как нет требования публичного раскрытия данной информации), организатор может потребовать оригинал заявки (на

«АНАЛИЗ ПОКАЗАЛ, ЧТО ПРИ БУКБИЛДИНГЕ ЦЕНА РАЗМЕЩЕНИЯ В СРЕДНЕМ НА 0.79 П.П. ЗАВЫШЕНА ПО СРАВНЕНИЮ С РЫНОЧНОЙ»

что может уйти до нескольких дней), забыть или потерять заявки и найти массу иных причин для их отклонения.

Следует отметить, что огромное влияние на эффективность размещения облигаций оказывает информационная открытость эмитента. Так, своевременное и подробное освещение эмитентом процесса подготовки к размещению облигаций способно существенно сократить возможности организатора по ограничению круга участников первичного размещения. Однако органы власти по-прежнему не уделяют должного внимания данной проблеме. Кроме того, отсутствуют легкие, понятные стандарты информационной открытости. Ситуацию могло бы значительно облегчить введение обязанности эмитента раскрывать детальную информацию о планируемом размещении (включая регламенты подачи заявок, эмиссионные документы и так далее) в отдельном разделе на сайте Минфина РФ или биржи не позднее двух недель до даты размещения.

Учитывая сложившуюся практику, когда в тендерах на организацию выпусков облигаций региональных и местных органов власти побеждает тот участник, который предложит нулевую комиссию, неудивительно, что организаторы придумывают нетривиальные механизмы компенсации издержек. В то же время, данная ситуация негативна для всех участников процесса:

— Инвесторы зачастую ограничены в возможности принимать участие в размещении (в связи с недоступностью информации, сжатых сроков и других факторов).

— Эмитент не получает рыночную оценку собственных долговых обязательств и не может оценить стоимость услуг организатора (услуги включены в итоговую ставку). Как следствие, большинство органов власти отдает предпочтение кредитам.

— Организатор вынужден идти на полулегальные схемы размещения облигаций и не заинтересован в эффективном выпуске (так как это не повлияет на количество дальнейших заказов).

Для того чтобы оценить, насколько эффективным является каждый способ размещения с точки зрения формирования адекватной доходности при размещении, которая наиболее приближена к рыночной оценке, мы проанализировали итоги размещений облигаций за период с начала 2011 года по настоящий момент. При этом рыночную цену мы рассчитали как средневзвешенную цену за первый месяц обращения облигаций, сложившуюся по сделкам в режиме основных торгов.

Анализ показал, что при букбилдинге цена размещения в среднем на 0.79 п.п. завышена по сравнению с рыночной, в то время как для более рыночных способов размещения (аукциона и конкурса) оценка данного показателя составила 0.24 п.п. Таким образом, при прочих равных условиях букбилдинг на 0.55 п.п. менее эффективен по сравнению с двумя другими способами размещения облигаций, что при объеме размещения в 3.5 млрд руб. (средний объем размещения) соответствует сумме, недополученной эмитентом, порядка 19 млн руб.

При всем несовершенстве действующего законодательства в сфере государственного и муниципального заказа запрет на своего рода клубные размещения, организованные по схеме букбилдинга, одновременно с повышением требований информационной открытости на стадии подготовки к размещению позволит оздоровить рассматриваемый сегмент рынка, вернув положительные комиссии и здоровую конкуренцию, а впоследствии и эмитентов с новыми качественными выпусками.

«ЗАПРЕТ НА КЛУБНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ, ОРГАНИЗОВАННЫЕ ПО СХЕМЕ БУКБИЛДИНГА И ПОВЫШЕНИЕ ТРЕБОВАНИЙ ИНФОРМАЦИОННОЙ ОТКРЫТОСТИ НА СТАДИИ ПОДГОТОВКИ К РАЗМЕЩЕНИЮ ПОЗВОЛИТ ОЗДОРОВИТЬ РАССМАТРИВАЕМЫЙ СЕГМЕНТ РЫНКА»

Таблица 1

Размещения субфедеральных и муниципальных облигаций в 2011–2012 гг.

Эмитент, номер эмиссии	Способ размещения	Дата размещения	Объем размещения, млн руб.	Отклонение цены размещения от рыночной, п.п.	Недополученная эмитентом сумма, млн руб.
Волгоградская область, 34005	Конкурс по купону	11.05.2011	3 000	0.28	8.5
Ярославская область, 34010	Аукцион по цене	19.04.2011	1 822	0.22	3.9
Республика Чувашия, 31008	Аукцион по цене	15.06.2011	1 000	0.25	2.5
Республика Саха (Якутия), 35003	Аукцион по цене	20.05.2011	2 500	0.09	2.4
Самарская область, 35007	Конкурс по купону	08.06.2011	12 200	0.44	54.2
Калужская область, 34005	Букбилдинг	26.05.2011	2 500	1.95	48.6
Город Краснодар, 4002	Букбилдинг	10.11.2011	1 100	0.14	1.6
Нижегородская область, 34007	Букбилдинг	17.11.2011	8 000	1.61	128.6
Костромская область, 34006	Аукцион по цене	24.11.2011	2 126	0.31	6.7
Республика Удмуртия, 34005	Букбилдинг	01.12.2011	2 000	0.60	12.1
Республика Карелия, 34014	Букбилдинг	02.12.2011	1 000	0.65	6.5
Красноярский край, 34005	Конкурс по купону	06.12.2011	9 000	0.42	37.5
Свердловская область, 34001	Букбилдинг	13.12.2011	3 000	0.23	6.8
Республика Коми, 32010	Аукцион по цене	15.12.2011	1 157	0.11	1.3
Вологодская область, 34002	Букбилдинг	21.12.2011	2 510	0.40	10.1
Волгоградская область, 35002	Конкурс по купону	04.05.2012	5 000	0.07	3.7